INVESTIMENTO PÚBLICO NO BRASIL

Propostas para desatar o nó

Geraldo Biasoto Jr.
José Roberto R. Afonso

RESUMO

Um desafio imposto aos formuladores de políticas é a proposição de formas de investimento em infra-estrutura, pela ação do Estado, sem que os ganhos derivados da responsabilidade fiscal sejam postos em risco. Este artigo procura desenhar um novo formato de bloco de investimentos, caracterizado pela formação de uma empresa controlada pelo Estado, mas de gestão privada e financiada pelo mercado.

PALAVRAS-CHAVE: *políticas públicas; infra-estrutura; investimento público; economia brasileira.*

SUMMARY

It's been a challenge to policymakers the conception of forms of infrastructure investment, by the action of the State, with no risks for fiscal responsibility. This article proposes a new shape of investment, characterized by the formation of an enterprise run by the State, but of private management and financed by the market.

KEYWORDS: *public policy; infrastructure; public investment; Brazilian economy.*

Sob uma perspectiva histórica, a questão do investimento público no Brasil quase se confunde com a identificação das funções do Estado na economia brasileira. Durante décadas, a expectativa entre diversas forças políticas por um Estado forte, condutor do processo de desenvolvimento econômico, desdobrou-se automaticamente na presença de instituições de natureza estatal no campo da produção de bens e serviços, embora travestidas em formas do direito privado.

A crise dos anos 1980 deu lugar a dois eventos de grande impacto, considerando o modo de funcionamento da economia das décadas anteriores. De um lado, a falência da estrutura de financiamento do setor público desordenou a capacidade do Estado em ser um elemento ativo na dinâmica do processo econômico. Ao contrário, os setores com predominância de empresas estatais passaram a enfrentar problemas de suprimento corrente de bens e serviços, e o financiamento foi travado ou praticamente desapareceu. De outro lado, os movimentos de abertura comercial dos anos 1980 (via exportações lastreadas na desvalorização cambial) e 1990 (redução de tarifas e barreiras institucionais) produziram a emergência de espaços para investimentos que, embora fragmentados em comparação ao mercado interno anteriormente organizado, representavam oportunidades para diversos agentes econômicos. Com isso, a dinâmica da economia e os motores da expansão da capacidade produtiva e da produção ganharam graus de liberdade, em magnitude expressiva, comparando-se com as décadas anteriores, nas quais havia predominância da intervenção estatal no comando do ritmo do processo econômico.

O início deste novo século presencia justamente o choque entre duas formas de articulação econômica. De um lado, a dependência da ação estatal em determinados segmentos em que a transição para o empreendimento realizado pelo setor privado encontrou obstáculos ou não se completou adequadamente. De outro, um novo tipo de heterogeneidade da estrutura produtiva privada, mais referida ao resto do mundo, mais internacionalizada, mas nem por isso isenta da realidade de uma economia nacional, especialmente no que toca à infra-estrutura econômica.

O trato excessivamente ideológico deu à questão uma roupagem que impede que as soluções sejam encaminhadas de forma mais ousada e pragmática. Alguns tentam transformar essa discussão em um segundo *round* da velha disjuntiva entre inflação e crescimento. Seria como se o país estivesse fadado à estagnação para manter o equilíbrio fiscal ou como se pudesse desprezar o equilíbrio, conquistado a duras penas, para possibilitar a expansão, tão desejada, do produto a um ritmo minimamente satisfatório, puxado pelo velho Estado. Este trabalho condena a visão maniqueísta do processo econômico. Ao contrário, lança reflexões na busca de novos caminhos e instrumentos, sempre tendo como suposto básico que a política de investimentos públicos a ser desenhada jamais prescinda de uma disciplina fiscal sólida.

Logicamente, as posições aqui assumidas não são exatamente as do senso comum sobre os fundamentos da economia. Busca-se iniciar uma releitura das condições da economia brasileira e do Estado, sempre tendo em vista a busca da aceleração do crescimento. O primeiro

passo, para tanto, é questionar o papel do investimento público na dinâmica do crescimento. O segundo é questionar as teses que têm prevalecido e suas insuficiências diante dos desafios da economia brasileira e das novas práticas internacionais. Finalmente, são apontadas possibilidades de formatação de novas estratégias para o investimento público que não conflitam com a responsabilidade fiscal e trabalhem no sentido de remontar as estruturas de financiamento ao setor público.

CRESCIMENTO E INVESTIMENTO PÚBLICO

Uma economia que tem fundamentos sólidos, como os analistas de mercado identificam a economia brasileira, e vem revertendo a fragilidade de suas contas externas deveria estar em uma trajetória de franco crescimento, especialmente em um contexto internacional favorável como o atual. No entanto, não é isso que ocorre: o crescimento é lento e nada faz supor uma aceleração expressiva. Avaliar as razões desse comportamento impõe que identifiquemos os mecanismos que aceleram o ritmo de produção em uma economia como a brasileira.

É a expansão da indústria, e dos segmentos a ela ligados, que exerce papel crucial para a conformação de uma trajetória de crescimento de maior fôlego. São as decisões de investir em novos produtos, novos processos e nova capacidade produtiva que dão a dinâmica do processo de crescimento. Essas decisões geralmente vêm responder a impulsos de mercados em crescimento, sendo retroalimentados pela própria expansão.

Esse impulso poderia ser proveniente de dois segmentos distintos. O primeiro poderia ser o crescimento dos mercados externos (a expansão das exportações), cuja importância tem sido expressiva nos últimos anos. Alternativamente, a expansão do mercado interno de consumo tem experimentado um comportamento muito menos auspicioso, mas poderia ser uma forma interessante de impulsionar o crescimento. No entanto, não resta dúvida de que os dois fatores são mobilizadores da expansão do produto, embora dependam de outros elementos para que se estabeleça uma trajetória de crescimento sustentado.

A compreensão da decisão de investimento é a chave de todo esse processo. E, pelo menos na situação atual, não é a baixa poupança que explica as limitações postas ao investimento. As empresas têm recursos financeiros próprios para investir. Mesmo que não os tivessem, projetos lucrativos encontrariam recursos relativamente baratos, seja no mercado de capitais, seja por meio de captações externas, seja em instituições públicas. É evidente que uma

taxa de juros tão singular como a brasileira é um enorme elemento impeditivo, mas tentaremos trabalhar com a hipótese de queda ao longo dos próximos meses.

A decisão de investir envolve uma série de condicionantes para sua realização. Em primeiro lugar, o empreendedor avalia as receitas derivadas do investimento em um horizonte de pelo menos cinco anos. Evidentemente, as condições da própria economia são fundamentais para que o investidor consiga formular hipóteses minimamente confiáveis sobre suas receitas futuras. Do lado dos custos de produção, ocorre o mesmo. Itens fundamentais na estrutura de custos, como energia, água e transportes, pesam muito na definição da rentabilidade dos investimentos e, portanto, da viabilidade. Logicamente, essa decisão pertence ao mundo das mercadorias em geral, mas guarda enorme relação com o âmbito das finanças. Importam as condições esperadas de evolução da posse de ativos financeiros, o que pode ser sintetizado pela taxa de juros. Importam, também, as expectativas sobre a evolução do câmbio, tanto por causa do efeito sobre custos e preços em mercados externos como por razões financeiras.

O objetivo desta reflexão não é discutir todos os elementos que influenciam a decisão privada de investir, e sim sugerir uma questão concreta: qual a importância do investimento público em infra-estrutura para essas decisões? Na medida em que o setor privado (em todo o mundo) tem avançado enormemente nos monopólios naturais e tem enfrentado investimentos de vulto, cabe indagar também quais razões levam o país a prescindir do investimento público para crescer.

A solução para o problema maior da infra-estrutura não é trivial, e existe um consenso de que dela depende o ritmo de crescimento brasileiro nos próximos anos. Uma minoria dos participantes no debate sobre o crescimento econômico considera que o investimento em infra-estrutura será naturalmente viabilizado após a expansão da economia. No entanto, esta tese ainda não encontra demonstração na realidade. Outra parcela de debatedores, mais numerosa, acredita que o estímulo e a elevação do investimento privado seriam suficientes para suprir a lacuna aberta pela baixa inversão pública. Novamente, o questionamento é mais que devido. Se esse preceito pode ser aplicado a regiões mais desenvolvidas e setores que já têm um mercado cativo e sólido, não se pode dizer o mesmo de investimentos em regiões menos desenvolvidas e em setores de maior risco.

Não há dúvida de que o financiamento em mercado de capitais é uma alternativa a ser construída, mas há um longo caminho a percorrer. O mercado de capitais brasileiro está em franco crescimento e processo de sofisticação, mas ainda não dispõe da maturidade dos mercados dos países centrais para gerar, por exemplo, estruturas acessíveis para a securitização de recebíveis de uma forma ampla. Vale

notar que o desenvolvimento de papéis e instrumentos ainda não se completou. Além disso, não há como negar que as ações do Estado ainda inspiram desconfiança por parte dos meios empresariais e dos investidores. As regras do jogo ainda parecem voláteis demais, seja na política macro (juros e câmbio, por exemplo), seja na política específica para os setores em que a presença do setor privado efetivou-se. Evidentemente, não há cálculo econômico que agüente a volatilidade das regras dos jogo nas transições de governo.

É forçoso admitir que o tempo institucional e o tempo econômico encontram grave assincronia. As condições institucionais carecem de maior solidez dos marcos regulatórios, justamente para solidificar o ambiente econômico para o cálculo dos riscos do investimento privado nas áreas tradicionalmente reservadas ao Estado. Ao mesmo tempo, a incapacidade estatal em incrementar a capacidade de oferta nesses segmentos ameaça a economia com gargalos que estancam o crescimento antes mesmo que ele tome impulso.

Ainda que no Brasil essa questão se apresente de forma dramática, é um erro supor que não seja aplicável a outras economias. Mesmo que o debate sobre a articulação das políticas macroeconômicas tenha logrado grandes avanços nos últimos anos, o campo da política fiscal ainda reclama maiores reflexões. Não é por acaso que a discussão acerca do espaço fiscal relevante para a condução de políticas macro ganhou destaque na literatura internacional mais recente. Infelizmente, essa discussão ainda é praticamente ignorada na literatura nacional.

A emergência das crises fiscais em diversos países, ainda na década de 1980, fez surgir, entre o mercado e os analistas de políticas econômicas, indicadores de resultado das contas públicas especialmente vinculados ao seu financiamento. É importante notar que essa foi uma saída natural, posto que a principal questão que afetava a credibilidade das políticas econômicas era justamente a gestão da dívida pública em relação a aplicadores em títulos e detentores de posições de elevada liquidez, configurando uma situação em que o financiamento ao setor público passava a ser condicionado por fluxos de capital de volatilidade cada vez mais acentuada. Ao mesmo tempo, a eficiência das ações públicas, sobretudo como intervenção direta no domínio da produção, passou a enfrentar um questionamento sem precedentes.

Na atual configuração da economia brasileira, o desafio que surge é dar conta do reordenamento de espaços entre as ações públicas e privadas, preservando o equilíbrio fiscal mas dando conta da necessidade de um patamar mais elevado de investimentos públicos, enquanto as condições institucionais não ganham os contornos necessários à plena atuação dos capitais privados. Logicamente, essa realidade deriva da especificidade histórica de desenvolvimento do capitalismo

brasileiro e das formas de estruturação do setor público e das relações entre este e o aparelho econômico.

As parcerias entre setor público e setor privado, as PPPs, foram guindadas a posição de grande destaque na viabilização dos investimentos em infra-estrutura.

Quando ficou mais claro que não seriam panacéias para solucionar os gargalos de investimentos, o governo federal optou por privilegiar, em uma lista de projetos-piloto em infra-estrutura, a exclusão da meta de déficit (mensurado como Necessidade de Financiamento do Setor Público, NFSP, Não Financeiro) dos investimentos realizados, tendo em vista o retorno futuro esperado dessas intervenções. A magnitude do gasto agregado, entretanto, é muito pequena diante da demanda e do tamanho da economia, sem contar que nem todos os projetos listados correspondem a investimentos clássicos em infra-estrutura (como é caso da modernização dos órgãos responsáveis pela cobrança dos tributos federais). Mesmo sendo prioritários, tais projetos continuaram sendo alvo de contingenciamentos e atrasos na contratação e, sobretudo, no efetivo pagamento das compras e serviços contratados.

Ao que tudo indica, esse quadro não mudará muito com o Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), anunciado pelo governo federal nos primeiros dias de 2007 (e início do segundo mandato do presidente Lula). É um conjunto de medidas e metas pontuais, com muitas obras prometidas na infra-estrutura, mas sem mudar o arcabouço conceitual. O foco é elevar a lista e o montante dos projetos considerados piloto, porém mal chegando a 0,5% do Produto Interno Bruto (PIB) e apenas mudando de atitude ao passar a descontar tais gastos na apuração do superávit primário (na prática, reduziu essa meta em igual magnitude). Como meios, foram reduzidos custos de crédito bancário oficial e concedidas algumas desonerações tributárias na forma de regime especial e com alcance limitado (no tempo e em termos de conjunto de contribuintes)[1].

Cabem ainda algumas observações sobre a situação das empresas estatais e ao tratamento a elas dispensado quanto ao acompanhamento de metas fiscais e dívida líquida. Nos últimos anos, importantes mudanças institucionais afetaram o desenho das finanças públicas no Brasil, como a desestatização; a reformulação do processo orçamentário, eliminando operações *extrafiscais*; a consolidação e o refinanciamento das dívidas subnacionais com o governo federal; a implantação de um eficaz sistema de controle e restrição ao endividamento público; e a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Esse processo todo foi completamente ignorado na formulação da definição, tanto das NFSP como da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP).

[1] Não se deve desprezar o efeito de tais desonerações. A maior parte dos estudos sobre infra-estrutura no Brasil chama a atenção para os problemas causados pela carga tributária brasileira. Além da carga global já chegar perto de 40% do PIB, o sistema tributário é um dos que mais tributam o setor de serviços básicos no mundo. De acordo com um estudo da consultoria McKinsey sobre os principais problemas que afligem a economia brasileira, a tributação representa 48% do preço final da eletricidade, 47% da telefonia e 39% dos transportes.

É bom situar que a mensuração de déficits em países latino-americanos, e não apenas no Brasil, assumiu um perfil mais abrangente do que o verificado em outras situações regionais. Só para ter uma referência, apenas 15% dos países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) têm nas estatísticas fiscais, publicadas nos informes do Fundo Monetário Internacional (FMI), um conceito abrangente de setor público não financeiro. Na maior parte dos países, a informação fornecida diz respeito às administrações públicas, em seus diversos níveis. No entanto, os informes sobre a América Latina contêm, em mais de 80% dos países, a informação sobre as contas do setor público não financeiro, incluindo, portanto, empresas em todos os níveis de governo e todas as formas de fundos públicos.

A questão não é apenas contábil. O motor que levou a mensuração das contas públicas latino-americanas a ter essa forma mais abrangente tem duas explicações que se confundem com o próprio estilo de desenvolvimento desses países e sua realidade financeira. A primeira explicação decorre de forma direta da hipertrofia do Estado, característica dessas economias. Como o Estado desdobrou-se em diversas formas institucionais, desde a empresa até os fundos *parafiscais*, passando pelas operações de crédito diretamente realizadas pelas autoridades monetárias, de fato não haveria sentido em avaliar as contas públicas sem abarcar todas essas dimensões.

A segunda explicação refere-se ao caráter financeiro da crise que se abateu sobre o Estado. Não se tratava, evidentemente, de uma questão de eficiência econômica ou descompasso entre os agregados macroeconômicos. Os anos de crise realçaram as dificuldades das moedas nacionais em manter mínimas condições de estabilidade diante do poder de arbitragem dos capitais constitutivos dos grandes fluxos internacionais e da magnitude dos desequilíbrios acumulados. É importante frisar: a recomposição da credibilidade na gestão da política econômica passava, necessariamente, por uma avaliação da capacidade financeira de sustentação das contas públicas. Isso só poderia ser feito tomando-se o conjunto do Estado, em todas as suas instâncias (tanto fiscais como financeiras).

A explosão do Estado em diversas entidades, dotadas de maior ou menor autonomia, e a crise de credibilidade, por parte dos financiadores, na capacidade de sustentação financeira, explicam, portanto, a profunda adequação de um conceito como as NFSP à mensuração das condições fiscais. Sua força residiu justamente na abrangência e na avaliação financeira proporcionada ao mercado.

O conceito NFSP deriva diretamente da crise financeira do Estado, por isso sua principal aplicabilidade deve ser justamente nos eventos dessa natureza. Nesse aspecto, pouco importa se o ajuste for realizado no

campo das despesas financeiras ou no campo relativo às despesas de custeio ou capital. O que está em questão, nesse âmbito da política econômica, é a capacidade do Estado em administrar o seu endividamento e seus graus de liberdade para executar políticas monetárias e cambiais lastreadas pelas contas públicas. Fora do período de crise, a simples avaliação dos números do déficit e do superávit primário passa a ser questionada do ponto de vista de sua sustentabilidade intertemporal. Em um prazo mais longo, logicamente os agentes econômicos não podem atentar apenas para a capacidade de a administração pública reduzir despesas. Está em jogo o complexo conjunto de demandas que o aparelho econômico coloca ao Estado, bem como as tensões sociais que se apresentam em todo o processo de escolha sobre gastos e pressão tributária.

A discussão da abrangência do setor público não é menos relevante nesta abordagem da questão fiscal. A decomposição do gasto público entre empresas estatais e administração pública tradicional determina perfis completamente distintos para a dinâmica do gasto público durante o ciclo econômico. Evidentemente, quanto mais forte a participação do Estado no suprimento de bens e serviços e na construção da infra-estrutura, maiores serão os danos causados por entraves apresentados ao investimento público.

Vale ainda comentar algumas inter-relações entre as políticas monetária e fiscal, em termos conceituais. Nos momentos de crise, é natural que todas as atenções se voltem para o mercado financeiro, colocando as políticas de controle monetário e taxas de juros no centro do processo decisório. Se já era assim quando a mobilidade de capitais era menor, nos tempos da globalização, com as políticas de livre flutuação cambial, as taxas de juros tendem a se tornar o principal instrumento sob o arbítrio direto das autoridades econômicas. Essa é uma realidade das crises no formato moderno dos mercados, a supremacia da política monetária sobre os demais elementos da política econômica. O problema é que as economias acabaram executando políticas econômicas em situações de crises prolongadas. A capacidade de arbitragem dos agentes econômicos, tanto no movimento de suas aplicações dentro dos mercados como entre espaços cambiais de países distintos, promoveu uma continuidade dos padrões de enfrentamento das crises para um horizonte de longo prazo.

A grande questão é que essa realidade é altamente perversa para a política fiscal, ou melhor, a política de geração de superávits primários acabou submetendo todos os movimentos da política fiscal às necessidades da política monetária e da gestão da dívida pública. As políticas tributárias foram severamente limitadas, como também foi reduzida a capacidade do Estado em intervir diretamente na demanda agregada (ao menos nas economias emergentes). Nesse contexto, o manejo da taxa de juros tende a monopolizar as atenções da política econômica e a

condicionar cada vez mais os demais instrumentos dessa política macro. O receituário para enfrentar as crises financeiras mais imediatas, na prática, acabou ganhando status de políticas de longo prazo. Entretanto, fora do curto prazo, não é sustentável que países emergentes, em especial os de grande mercado interno, mantenham posições fiscais completamente determinadas pelo desenho das políticas financeiras e de combate à inflação. É preciso buscar alternativas.

Os elementos postos nas diversas posições em debate acerca das relações entre o ajuste fiscal e o investimento público permitem que sejam delineadas novas alternativas para o caso brasileiro. O objetivo dessas alternativas é dar conta de várias preocupações anteriormente arroladas e, ao mesmo tempo, impedir que as flexibilizações abram espaços para a fragilização do ajuste fiscal.

Especificamente a respeito do tratamento dispensado às empresas estatais no Brasil, vale destacar que a legislação já diferencia claramente as que dependem do controlador para funcionar e as que se autofinanciam. A LRF dispensa à estatal dependente exatamente o mesmo tratamento dado à administração direta e suas entidades descentralizadas (autarquias, fundações e fundos). A empresa pode até ser constituída pelas regras do direito privado, mas, como depende economicamente do controlador para sobreviver, passa a estar sujeita às mesmas restrições e limites a ele aplicadas, como o limite de gastos com pessoal e de dívida, assim como a observância de metas anuais de resultado. Do ponto de vista macroeconômico, porém, é irrelevante o peso das estatais classificadas como dependentes.

Uma proposta simples seria estender a mesma regra da LRF para o controle das NFSP e DLSP. As empresas que não fossem classificadas legalmente como estatais dependentes seriam excluídas daquele controle. É antecipada a resistência a essa proposta devido ao fato de que as empresas estatais há algum tempo apresentam tendência superavitária, a ponto de registrarem saldo credor na apuração da dívida líquida do setor público. O desempenho das estatais é ditado basicamente por dois grandes grupos, a Petrobras e a Eletrobrás. Essas empresas têm acumulado elevadas e crescentes disponibilidades financeiras, portanto a simples exclusão das empresas estatais significaria elevação da dívida líquida do setor público e redução do superávit primário anual.

Essa proposta passa necessariamente pelo problema da mensuração da NFSP/DLSP. Na prática, abater da dívida mobiliária em mercado a parcela dos títulos na carteira das empresas estatais em nada garante aos tomadores dos papéis que a dívida será honrada, porque, por direito, todos os detentores de títulos merecem o mesmo tratamento. O Tesouro Nacional não pode resgatar um título em poder de uma empresa privada e deixar de fazer o mesmo, com o mesmo papel, em poder de uma empresa por ele controlada. Portanto, a dívida líquida não

é um conceito de solvência; no máximo, é um indicador financeiro, para avaliar a necessidade de captação ou não de recursos no setor privado.

A dívida assumida pelos Tesouros (o montante devido pelas administrações diretas em âmbito federal, estadual e municipal) é, portanto, muito maior que a do setor público consolidado (que considera também a administração indireta, inclusive empresas, e desconta as disponibilidades financeiras e os créditos contra o setor privado). Do mesmo modo, o superávit gerado pelos governos tem sido menor que o que seria registrado se as empresas estatais fossem excluídas tanto da NFSP como da DLSP. Essa discussão nos remete a um debate mais profundo sobre os conceitos utilizados nos cálculos da NFSP e DLSP [2].

Em 2002, pela primeira vez o Fundo aceitou, para efeito de programa de Stand By, a proposta do governo brasileiro para reduzir a meta do superávit primário em montante igual à despesa com investimento da Petrobras. Curiosamente, após a excepcionalidade anunciada em 2002, o assunto não voltou a merecer registro público das autoridades econômicas federais. Enquanto o caso é ignorado no Brasil, é citado positivamente em raro documento do Departamento Fiscal do Fundo como um caso exitoso de espaço aberto para a retomada dos investimentos[3].

Outro ponto relevante a ser destacado neste debate é a questão da vinculação de recursos, que tradicionalmente é usada para financiar despesas de capital. No Brasil, a única vinculação constitucional para investimentos envolve a contribuição destinada a financiar o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que custeia os benefícios do seguro-desemprego, sendo exigido que 40% da receita corrente forme uma espécie de poupança aplicada no banco federal de desenvolvimento (o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, BNDES) para financiar projetos de investimentos, constituindo seu principal *funding*. A movimentação do FAT tem basicamente dois efeitos na contabilidade fiscal do setor público:

- os recursos repassados ao BNDES (por ser instituição financeira, é excluído do setor público) têm efeito superavitário. Este só é anulado se o BNDES empresta tais recursos a empresas públicas. E, mesmo quando o faz, apenas é anulado aquele efeito, mas jamais gera aumento das NFSPs;
- o estoque de créditos emprestados pelo FAT ao BNDES reduz a dívida bruta do governo, e, de novo, se não forem repassados ao setor público, no conjunto, é reduzida a dívida no conceito líquido.

As discussões sobre o tratamento dispensado às empresas estatais e ao acúmulo de disponibilidades financeiras resultante de receitas vinculadas no atual cálculo das NFSPs e DLSPs sugerem um tema maior para um debate futuro e mais profundo: a abrangência das dívi-

[2] Ver J. R. Afonso e G. Biasoto, "Oferta de infra-estrutura e desenvolvimento econômico: O desafio do investimento público no Brasil", Universidade Federal de Viçosa, outubro de 2006.

[3] "In the case of Brazil, the decision was made under the 2002-5 Stand-By Arrangement to include an adjustor to the primary surplus performance criterion to allow higher-than-programmed investment spending by Petrobras, because it was deemed to be a commercially run public enterprise. In making such an assessment, Petrobras met the following criteria: it earned an average rate of return and had a debt/equity ratio (adjusted for country risk) comparable to those of its international competitors; it had a diversified ownership structure, with the government's share amounting to one-third of the company; it met international accounting standards, was subject to external audits, and had its shares listed on a major international exchange; it was not subsidized; and it was subject to the same regulatory and tax environment as private sector firms. However, there were criteria that Petrobras did not meet: it did not have an independent board of directors (5 of the 9 directors are appointed by the government); there was not fully independent decision-making with respect to investment and pay policies (while in practice this was the case, legally the government had oversight in these areas); and there was some guaranteed borrowing (one World Bank loan was guaranteed by the government as required under the loan terms). The judgment was made by staff that there were adequate safeguards to mini-

mize any risks linked to these arrangements". Ver "Public Investment and Fiscal Policy", *mimeo*. Fiscal Affairs Department and the Policy Development and Review Department. International Monetary Fund, março de 2004, p. 21.

das públicas mensuradas que atenda às formulações teóricas em torno da sustentabilidade da dívida e da definição do nível adequado de seu tamanho em relação ao produto nacional.

É possível antecipar algumas questões que poderiam marcar um debate de maior fôlego em torno da forma como é caracterizada a dívida pública no Brasil, para melhor avaliar esse instrumento na formulação e execução das políticas fiscais. A análise da evolução da relação dívida/PIB no Brasil deveria ser mais cuidadosa perante o fato de que a DLSP é um conceito demasiado complexo, repleto de relações intra-setor público e seletivo nas relações com o setor privado.

É sempre importante ter presente que, nesse contexto, o tamanho da dívida líquida pouco tem a ver com a dimensão da dívida mobiliária em poder do público, e que a evolução das duas dívidas não aponta necessariamente para a mesma direção. Se muitos dizem que a dívida do setor público brasileiro é elevada, a maioria ignora que são igualmente volumosas as parcelas envolvidas na sua apuração — não só no cômputo da dívida bruta (passivo) como também das deduções (ativos) realizadas para se chegar ao saldo líquido, valores muito expressivos são contabilizados.

Vale ilustrar com a última posição divulgada pelo Bacen para dezembro de 2006. O estoque da dívida mobiliária em mercado era de 50,1% do PIB, já superando em 0,13% do produto o estoque da dívida líquida de todo o setor público ou suplantando em cerca de 16 pontos do PIB o mesmo estoque específico do governo federal. Esse grande diferencial é explicado pela enorme dimensão que assumiu o estoque de ativos do Tesouro Nacional na forma de créditos renegociados com outros governos e empresas estatais, que chega perto dos 20% do PIB.

TABELA I
Dívida líquida do setor público

	Em % do PIB			Variação relativa 2006/2002
	2002 Dezembro	2006 Dezembro	2002-2006	
Dívida Total	**55,50**	**49,97**	**-5,53**	**-0,10**
Interna	41,21	52,94	11,73	0,28
Externa	14,29	-2,97	-17,26	-1,21
Dívida por esfera de governo	**55,50**	**49,97**	**-5,53**	**-0,10**
Governo federal e Banco Central	35,33	34,45	-0,88	-0,03
Estados	16,25	14,83	-1,42	-0,09
Municípios	2,20	2,20	0,00	0,00
Empresas estatais	1,72	-1,52	-3,24	-1,88
PIB (R$ bilhões) 1/	**1.852,0**	**2.136,1**		

Elaboração própria. Fonte primária: Banco Central. 1/PIB dos últimos 12 meses valorizado pelo IGP-DI centrado.

Maior ainda é o descasamento dos prazos de vencimentos entre passivos e ativos. Para comparar dívidas e créditos antes citados, o relatório do Bacen menciona que o prazo médio dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, em dezembro de 2006, era de 31 meses. Do outro lado da apuração oficial da DLSP, constam os refinanciamentos concedidos pelo mesmo Tesouro a outros governos e empresas estatais contratados com um prazo inicial de 360 meses, com opção de prorrogação por mais 120 meses.

Ora, a literatura internacional que levou à concepção teórica sobre a sustentabilidade da dívida, ao que tudo indica, sempre associou tal passivo governamental ao estoque de títulos emitidos pelo poder público e colocados em mercado, seja por essa ser a forma típica de financiamento do déficit orçamentário nos países mais desenvolvidos, seja por ser a forma mais próxima da moeda. A adaptação do conceito de DLSP ora adotado obscurece ainda mais a questão do padrão de financiamento do poder público no Brasil e em economias emergentes, encobrindo a forte deformação que costuma marcar suas estruturas. As dívidas bancárias ou contratuais não têm grande relação com os supostos teóricos que baseiam a utilização da relação dívida/PIB, especialmente porque envolvem as posições firmadas a longo prazo, que não podem ser revertidas por opção unilateral.

Outro problema na aplicação do conceito da DLSP no Brasil diz respeito à incorporação instantânea dos movimentos cambiais à variação dos estoques, em especial da dívida externa (contratual e mobiliária) contraída com agentes financiadores do exterior. A racionalidade da pressão sobre portfólios tem sentido na relação com os financiadores internos da dívida pública. Quando os financiadores são organismos internacionais e aplicadores em bônus internacionais de longo prazo, desaparece aquela racionalidade, dado que se rompe o vínculo entre financiadores do poder público e gestão da liquidez interna, próprio da abordagem teórica que fundamenta o monitoramento da relação entre dívida e PIB. Não se sustenta a idéia de que haja algum efeito de pressão financeira sobre os credores externos se a evolução da dívida brasileira é apenas mais um ativo entre centenas de outros no mercado financeiro internacional. Rigorosamente, a não ser no que tange à dívida mobiliária interna dolarizada, em que o agente credor interno percebe seu patrimônio valorizado, não há justificativa teórica para incorporar os movimentos cambiais à evolução da dívida líquida.

Por último, não é demais registrar a diferença da razão dívida/PIB entre os conceitos bruto e líquido (o primeiro também é formalmente divulgado pelo Bacen, mas ninguém atenta para o fato). Quando avaliadas apenas as administrações diretas (excluídas empresas estatais), no final de dezembro de 2006 o governo geral consolidado acusava

uma dívida bruta de 72,9% do PIB. Como as deduções equivalem a 22% do PIB, a razão do governo geral diminuía para 51,1% do PIB. Se computadas também as empresas estatais (com posição líquida credora), o mesmo indicador para o setor público caía para 50,0% do PIB (em geral o número citado e comentado).

TABELA 2
Necessidade de financiamento do setor público
Fluxos acumulados no ano: janeiro a dezembro

	Em % do PIB			Variação relativa 2006/2002
	2002	2006	2002-2006	
Resultado nominal	**3,24**	**3,35**	**0,11**	**0,03**
Governo Central	0,30	3,57	3,27	10,89
Estados	2,45	0,66	-1,79	-0,73
Municípios	0,39	0,14	-0,25	-0,65
Empresas estatais	0,09	-1,02	-1,11	-12,28
Juros nominais	**7,91**	**7,66**	**-0,25**	**-0,03**
Governo Central	3,27	6,03	2,76	0,84
Estados	3,28	1,44	-1,84	-0,56
Municípios	0,55	0,30	-0,25	-0,46
Empresas estatais	0,79	-0,10	-0,89	-1,13
Resultado primário	**-4,67**	**-4,32**	**0,35**	**-0,08**
Governo Central	-2,97	-2,46	0,51	-0,17
Estados	-0,84	-0,78	0,06	-0,07
Municípios	-0,16	-0,16	0,00	0,00
Empresas estatais	-0,70	-0,91	-0,21	0,31
PIB (R$, em bilhões)	**1.852,0**	**2.088,2**		

Elaboração própria. Fonte primária: Banco Central. (-) superávit; (+) déficit

Toda a reflexão exposta realizada teve como objetivo focalizar mais uma vez a questão do equilíbrio fiscal. Não se deseja questioná-la, mas apenas mostrar que não há dúvida de que a teoria corrente está ainda muito longe de ter algum tipo de visão completa e abrangente sobre o debate. Mais que tudo, não há como negligenciar um elemento de importância absoluta: a natureza financeira da participação do Estado na economia transforma a questão fiscal, emprestando-lhe uma dimensão que passa a abarcar o crédito e as formas de manutenção de ativos e riqueza. Vale frisar que a resolução das questões fiscais não se esgota na diferença entre impostos e despesas reais, e sim alcança os domínios da utilização de títulos da dívida pública como moeda e forma de manutenção de capital. Nesse contexto, o próprio investimento público deve ser entendido de outra forma, e não como simples tipo de gasto. A rearticulação das formas de financiamento desse investimento passa a ser crucial.

Algumas visões partiram de um suposto antagonismo entre investimento público e privado. A idéia geral é que o desequilíbrio fiscal implica endividamento crescente, que, por sua vez, faz pressão para elevar a taxa de juros. O movimento inverso, com redução da relação dívida/PIB, seria a forma de elevar o investimento privado, dada a redução da taxa de juros mediante a redução da pressão sobre os fundos emprestáveis. A tese ganhou status de política, em 2004, por meio do Ministério da Fazenda no documento "Reformas microeconômicas e crescimento de longo prazo"[4].

[4] Ver site do Ministério da Fazenda: www.fazenda.gov.br/spe/publicacoes/reformasinstitucionais/estudos/Texto__VersaoFinal5.pdf.

O problema é que o investimento é um agregado macroeconômico que se concretiza em mercados específicos. Nesse âmbito, a realidade das complementaridades com outros investimentos e a necessidade de formas institucionais que sejam seguras aos olhos do investidor passam a ser expressivas. Nunca é demais notar que a economia brasileira tem um histórico de presença estatal superdimensionada no domínio econômico, não só como produtor de bens e serviços, mas também como regulador de preços, comércio exterior e de um grande conjunto de normas. Nesse contexto, é importante refletir mais sobre a interação entre ações, decisões de investir e investimentos dos setores público e privado.

Desde a desorganização do padrão de financiamento do setor público, ainda nos anos 1980, o grande desafio para o crescimento vem sendo a substituição do antigo formato por uma nova configuração. Em uma primeira etapa, adotou-se a tese de abertura de segmentos ao setor privado, com as bem-sucedidas transferências dos setores de siderurgia e petroquímica. Na seqüência começaram as transferências por meio de concessões, que atingiram principalmente o setor de transportes. Já na década de 1980, a segunda grande onda de privatizações experimentou sucessos, como nas telecomunicações, e problemas, como no setor elétrico.

O esgotamento do processo de transferência de responsabilidades ao setor privado ensejou a inauguração de um novo formato: as PPPs. As parcerias público-privadas já começaram a ser organizadas e implantadas, porém de forma ainda tímida (em termos macro) e focada nos governos subnacionais (nada aconteceu na esfera federal). Evidente que, se os fundamentos estivessem sólidos (como muitos analistas sustentam), o investimento privado já deveria ter invadido as áreas de infra-estrutura necessárias para desatar o crescimento. As razões para que isso não tenha ocorrido só podem ser encontradas na própria configuração da economia brasileira e na construção de suas práticas públicas e empresariais.

A Lei das Parcerias Público-Privadas foi aprovada em 2004. O projeto envolvia não só investimentos em infra-estrutura como também provisão de serviços em educação, saúde e assistência social, entre outros

setores, transferindo para o setor privado funções que antes deveriam ser exercidas pelo Estado. Essas parcerias apareciam como a melhor solução para atrair investimentos em áreas nas quais o retorno não era suficientemente alto para o investidor, e portanto não seria possível realizar concessões para a provisão do serviço. Embora tenha sido aprovada uma nova lei nacional com regras bem detalhadas, os investidores privados não se animaram a realizar maiores iniciativas. Ainda há muita incerteza e os investidores esperam garantias mais sólidas e líquidas.

O grande obstáculo, porém, são as dúvidas sobre o marco regulatório, não apenas das próprias parcerias, como também das modelagens de setores estratégicos. Da carteira de 23 empreendimentos lançada em 2003, apenas quatro são considerados prioritários e somente um tem o estudo de viabilidade e a modelagem concluídos. A demora e a complexidade dos estudos e processos de licitação dificultam mais ainda a realização do projeto.

Embora todo o controle e a burocracia prejudiquem o processo, acredita-se que não faltam recursos disponíveis no setor privado para tais parcerias. Fundos de pensão, por exemplo, são uns dos principais candidatos para isso. Uma fatia considerável da carteira dessas instituições está aplicada em renda fixa, e com a tendência de queda dos juros elas devem buscar alternativas mais rentáveis. Contudo, antes é preciso melhorar obstáculos como o problema da regulação e de leis ambientais.

As agências de regulação brasileiras, criadas na década de 1990, foram fundamentais para o funcionamento de setores privatizados e com iniciativa privada, no entanto foram bastante enfraquecidas durante o último governo. Uma das formas encontradas para enfraquecê-las foi acabar com a independência financeira, sem a qual é impossível contratar gente qualificada para fiscalizar as empresas e realizar os estudos necessários. O governo fez isso ao reter parte do dinheiro destinado às agências, arrecadado por meio de tarifas embutidas nas contas de luz e telefone, por exemplo. Somente em 2005, as seis principais agências deixaram de receber 4,5 bilhões de reais que lhes pertenciam.

Outro fator que tem minado a iniciativa privada é a falta de clareza por parte do governo sobre o papel das agências ambientais. As leis ambientais não são claras e os processos de licenciamento permitem uma infinidade de novas exigências aos investidores. Os embargos ambientais viraram um dos maiores entraves aos novos projetos de infra-estrutura. Ao mesmo tempo, alguns empreendedores manipulam falhas na legislação para solapar o poder regulador, melhorando a rentabilidade de seus empreendimentos.

De qualquer forma, o setor privado até poderia se ocupar da maior parte dos setores essenciais para o cálculo de rentabilidade do inves-

timento, com grandes vantagens, em termos de custo econômico e social. Isso ocorre em diversos países. No caso brasileiro, embora não possamos deixar de ter como meta a responsabilização crescente do setor privado pelos investimentos essenciais, seria pouco realista achar que isso vá se dar em um piscar de olhos. Vale ressaltar que o Brasil experimentou décadas de presença estatal absoluta nos setores de energia, telefonia, saneamento e siderurgia, entre outros. A transição foi rápida em alguns deles, devido às mudanças tecnológicas e aos ganhos de produtividade derivados da privatização. Em outros casos, as escalas de capital exigido e as dificuldades com o aparato regulatório agiram como entraves ao desenvolvimento.

Os investimentos nos setores de infra-estrutura urbana e de transportes sem dúvida poderão aproveitar no futuro as oportunidades abertas pelos novos instrumentos financeiros gestados pelo mercado de capitais. Eles poderão usar as novas formas jurídicas que o *project finance* engendrou e deverão diluir os diversos tipos de risco do empreendimento por meio das engenharias de seguros e formatações empresariais.

O problema é que assim como temos diversos gargalos produtivos, nossas instituições financeiras ainda não desfrutam do nível de sofisticação vigente em outros países. Não queremos dizer que esses instrumentos não possam ser bem-sucedidos. Eles já podem operar, como a PPP do Metrô paulista mostrou, mas o que está em questão é a escala. E esta só virá com um tempo de que não dispomos.

Tendo em vista a lentidão com que vêm sendo implementadas as parcerias e a timidez das medidas fiscais, como a dos projetos-piloto, é cada vez mais necessário pensar em outras alternativas, mais ousadas e ambiciosas, para enfrentar uma questão tão grave como o reduzido investimento público no Brasil.

Uma estratégia inovadora poderia buscar a elevação de investimentos, sem prejuízo da preservação do equilíbrio fiscal, com uma condução pública, mas com a chancela do mercado. A proposta consiste em identificar vinte ou trinta projetos fundamentais para o desenvolvimento do país, os quais, embora de difícil equacionamento na forma PPP, pudessem ser realizados por empresas de propósito específico. E, ainda que organizadas pelo poder público, seriam geridas de forma profissionalizada.

É indispensável abrir espaços para projetos identificados como economicamente viáveis com relação a suas taxas internas de retorno. Do mesmo modo, projetos que tenham taxa interna de retorno inferior, mas tenham impacto sobre a economia e assim apresentem impactos econômicos indiretos positivos, poderiam ter apoio para sua realização. Esses projetos teriam de ter o novo projeto como base,

tanto na formulação como na execução, desenvolvendo ações gerencialmente eficientes e financiáveis pelo mercado.

O financiamento dos projetos deveria contar com recursos específicos, levantados diretamente no mercado. Nessa estratégia de captação de recursos, caberiam operações de crédito contratadas em bancos e recursos levantados em fundos de investimento, ou mesmo por meio de emissão de títulos contra recebíveis. Logicamente, o ponto crucial seria a estrutura jurídica armada para dar segurança aos aplicadores quanto à condução profissionalizada da gestão.

Caso a taxa interna de retorno dos projetos seja inferior à rentabilidade requerida pelo mercado, seja na fase inicial, seja durante toda a realização do projeto, teria de ser feita uma provisão de recursos para a equalização de taxa, devendo ser contabilizada como necessidade de financiamento, ano a ano. Mesmo que, na prática, o processo assumisse a forma de uma colocação prévia de títulos que ficariam depositados em garantia, a existência de ativos e passivos a serem utilizados no curso do projeto distribuiria o subsídio implícito no tempo, bem como o impacto sobre a NFSP.

O financiamento pelo mercado é a maior garantia da qualidade dos investimentos. Ao mesmo tempo, essa formatação não exigiria um sistema de securitização tão complexo quanto o que é necessário para as PPPs. A salvaguarda para as contas públicas se daria pela penalização aos projetos mal executados. Em caso de descompasso entre a trajetória financeira inicialmente desenhada e a realizada, o diferencial seria computado como novo déficit público. Mas isso não daria aos investidores nenhum direito de ressarcimento, justamente para garantir as melhores decisões de investir e o monitoramento da condição da empresa.

Três precondições seriam apresentadas: desenvolvimento de uma avaliação econômica detalhada do empreendimento, com auditoria externa; constituição de diretoria profissional, sem interferência política e com ativa participação dos investidores; estruturação do financiamento da empresa realizado em mercado, com agentes privados.

Essa configuração, por si só, poderia legitimar que os recursos levantados para investimentos não fossem incorporados à apuração oficial do déficit público. De fato, o financiamento pelo mercado é a maior garantia da qualidade dos investimentos. Ao mesmo tempo, essa formatação não exigiria um sistema de securitização tão complexo quanto o necessário para as PPP.

Essa proposição teria três efeitos importantes para o país: economizaria tempo na viabilização de projetos essenciais; iniciaria a remontagem de uma estrutura de financiamento ao setor público que fuja da concentração do endividamento na dívida mobiliária; e permitiria que o mercado financeiro desenvolvesse práticas e instrumentos

compatíveis com o financiamento de operações de porte, que posteriormente poderão ser diretamente realizados pelo setor privado. Além disso, mas não menos importante, eximiria o país da mediocridade da disjuntiva: crescimento ou equilíbrio fiscal.

É importante frisar que a modelagem acima proposta é muito superior ao Projeto Piloto de Investimentos (PPI), que seleciona um rol de investimentos e simplesmente deduz o valor correspondente do déficit público. Em primeiro lugar, os analistas de mercado têm tratado esse mecanismo como simples embuste. Em segundo, realmente não se trata de nenhum conceito ou formato novo, que melhore a eficiência, a gestão ou solvência do setor público. Ao contrário, a PPI mais parece uma lista de projetos escolhida por importância política.

Por fim, é importante comparar o desenho aqui proposto e a modelagem das PPPs reguladas por lei federal. Elas não são excludentes, dado que as parcerias comandadas pelo setor privado já podem ser realizadas. O grande diferencial é que as PPPs acessam recursos de um fundo que poderá se tornar um grande esqueleto, enquanto a proposta em pauta liquida seus desvios, diante do planejamento inicial, a cada ano, produzindo o déficit correspondente no próprio ano. Dessa forma, estaria preservado o critério de apropriação dos prejuízos de modo a não afetar gerações futuras.

O crescimento é o maior desafio da economia brasileira na segunda metade desta década. Há vários anos, o Brasil vem promovendo mudanças estruturais em sua economia e sociedade, desde o sucesso na abertura ao exterior, passando pelo controle da inflação, pela desestatização da economia, pelo maior ativismo estatal nas políticas sociais e indo até mesmo à alternância de poder — sem ruptura de preços, contratos, ordem e propriedade. O amadurecimento democrático e institucional que permitiu ao país promover a alternância do poder político deveria nortear mudanças no campo da economia. É praticamente um consenso absoluto o que se busca: conciliar estabilidade de preços com crescimento a taxas mais elevadas; aumentos mais vigorosos na produção, no emprego e, por conseguinte, no bem-estar social, de modo que o combate à pobreza e às desigualdades sociais seja efetuado com mudanças estruturantes e não apenas paliativos assistencialistas.

Qual o diagnóstico básico do problema? O crescimento é resultado de um conjunto de fatores, entre os quais podemos identificar dois como os mais relevantes no horizonte imediato: a adequação das políticas de juros e câmbio e o formato da presença do Estado na economia.

Embora haja enorme evidência de que os dois principais preços da economia (juros e câmbio) estejam fora de lugar, não foi esse o obje-

tivo da presente discussão. Partiu-se do suposto de que as grandes variáveis macroeconômicas deverão se ajustar para permitir avanços na discussão sobre as formas de romper a enorme armadilha fiscal em que o país ficou preso. Em verdade, a política fiscal se tornou completamente passiva e acabou sobrecarregada pela necessidade de dar conta de um ônus financeiro relativo às crises monetárias e à dificuldade de controle dos fluxos de capital.

As soluções de política sustentaram-se na produção de superávits primários, viabilizados por novas elevações da carga tributária, convivendo com inconseqüente ampliação dos gastos correntes, relegando o investimento público a níveis insignificantes. A carga tributária brasileira, que já chega perto dos 40% do PIB, iguala-se à carga tributária média de países industrializados e é muito superior à carga média dos países em desenvolvimento (27,4% do PIB).

É inegável que a atual estruturação da política fiscal é altamente restritiva. Diversos conceitos e formas de medida das contas fiscais apresentam um viés altamente contrário aos gastos em investimento. Como foi visto, esses conceitos são muito mais rígidos no caso da economia brasileira que em âmbito internacional, seja em economias maduras, seja em economias emergentes.

Nos últimos anos, a insuficiência do trato governamental em relação aos setores regulados pelo Estado chegou a limites insustentáveis. O caráter quase errático com respeito ao formato da presença do Estado na economia e a falta de compreensão das relações entre o público e o privado produziram o esfacelamento da já débil estrutura da regulação — antes apoiada pelas agências reguladoras, que acabaram perdendo a capacidade e a autoridade para a regulação setorial.

As duas tentativas de incentivar investimentos públicos e envolver recursos privados nas áreas em que tradicionalmente o setor público é supridor não tiveram o desempenho inicialmente esperado. De um lado, o PPI, redução do déficit limitada a projetos com piso de retorno aceitável, não teve condução expressiva e sempre foi percebido pelo mercado como simples falseamento das contas fiscais. De outro, a PPP, dadas as dificuldades envolvidas na formatação do *project finance*, deverá ser um instrumento em construção por período apreciável de tempo.

Dessa forma, o grande desafio que se coloca neste momento para a formulação das políticas é a proposição de formas de investimento em infra-estrutura, pela ação do Estado, sem que os ganhos derivados da responsabilidade fiscal sejam postos em risco. Para isso, buscou-se desenhar um novo formato de bloco de investimentos, caracterizado pela formação de uma empresa controlada pelo Estado, mas de fim específico. Uma empresa de gestão privada, sob diretrizes gover-

namentais. O investimento realizado não seria contabilizado como déficit público, justamente porque a realização passaria pelo crivo do mercado, como seu financiador. Quaisquer insuficiências de fundos ou deficiências inesperadas de taxa de retorno deveriam ser imediatamente assumidas como ônus governamental e contabilizadas como déficit público.

Os ganhos nesta estratégia vão além de apressar investimentos inadiáveis, pois, ao mesmo tempo, assume novos contornos a recomposição do padrão de financiamento público e as próprias formas privadas de estruturação de financiamentos vão ganhando densidade e preparando o setor privado para uma presença mais forte na capacidade de ofertar infra-estrutura.

GERALDO BIASOTO JR. é professor de economia do Instituto de Economia da Unicamp.
JOSÉ ROBERTO R. AFONSO é economista de carreira do BNDES e doutorando pelo Instituto de Economia da Unicamp.

Recebido para publicação
em 8 de março de 2007.

NOVOS ESTUDOS
CEBRAP
77, março 2007
pp. 7-26